

## 欧元区量化宽松政策：根源、机制、影响与问题\*

2015年1月22日欧洲中央银行宣布，从2015年3月份开始欧洲央行将实行每月600亿欧元的债券购买计划，预计到2016年9月欧洲央行将购买超过1万亿欧元的债券。自2012年9月6日提出直接货币交易计划后，经历艰难的内部争论，欧洲央行至今才实质性开启了“欧洲版”量化宽松政策。在美联储将逐步退出量化宽松政策之时，欧元区量化宽松货币政策才缓缓到来，该政策的内在根源、运行机制、潜在影响和面临的问题等都广受关注。

### 一、欧元区量化宽松货币政策的根源

2012年9月，欧洲央行出台长期再融资计划和提出直接货币交易计划之后，欧洲主权债务危机得到较为有效的应对。一方面银行体系的流动性问题在长期再融资计划实行后得到实质性解决；另一方面直接货币交易计划的提出使得市场预期发生实质性逆转。直接货币交易计划虽引而不发，但相当于是欧洲中央银行承担了最后贷款人职能，欧元区重债国系统性风险在2012年底明显缓解，2013年后欧洲经济已经基本度过了公共部门再杠杆化的系统性风险阶段，部分重债国甚至一度回到国际资本市场以

---

\* 郑联盛，中国社会科学院金融研究所副研究员。本文是国家社科基金重点项目“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”（批准号13AJY018）、国家社科基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”（批准号14CJL017）以及中国社会科学院金融研究所重点课题“债务危机演进机制研究”的阶段性研究成果。

较低成本融资。2014年5月葡萄牙十年期国债收益率回落至低于4%的水平，并宣布退出援助计划。

在过去两三年中，发达经济体公共部门是在走一条危机应对之路：私人部门风险集中化、私人部门债务公共化、公共部门债务货币化。欧洲债务危机整体已经平息的情况下，相关经济体的政策重心开始转向经济复苏，或者说，欧洲已经从危机模式转向复苏模式。但是，由于欧元区成员国内部的结构差异性以及政治问题经济影响的显性化，欧洲在转向复苏模式的过程中则困难重重，使得欧洲央行最后不得不实行内部分歧较大的量化宽松政策。

过去1-2年欧洲经济整体处在通缩的边缘。欧债危机爆发以来，由于债务危机冲击、财政整固、结构改革、工资下降和需求不足等原因，欧元区和欧盟经济复苏不力，实质通缩的风险日益显现。2014年第三季度欧元区和欧盟经济增长同比为0.8%和1.3%，而2014年12月欧元区通胀率从上月的0.3%进一步下滑至-0.2%，其中非能源工业品价格为零增长。欧洲面临严重的通缩压力，亟待更大的宽松以走出通缩。

欧洲经济面临严重的失业挑战，特别是年轻人失业严重。由于经济增长不力，截止2014年9月底欧元区平均失业率高达11%，欧盟失业率为9.7%，其中马其顿、希腊和西班牙失业率分别高达27.9%、25.6%和23.7%，意大利和法国失业率分别为11.8%和9.4%。整个就业市场改善的进程较为缓慢，2014年欧元区和欧盟的失业率仅比2013年改善0.5个百分点和0.8个百分点。更为严重的是，失业问题已经由经济领域向社会领域传染，社会稳定和政治稳定成为欧洲的重大挑战。

欧洲当局经济复苏促进的政策效率日益疲弱。2012年欧洲央行长期再融资计划有效解决了银行部门的流动性问题，但是，却无法有力促进私人部门的信用扩张。第二轮操作的需求为1300亿欧元，而前两轮吸纳量总计仅2120亿欧元，远低于4000亿欧元的限额。2014年6月欧洲央行宣布下调欧元区主导再融资利率10个基点至0.15%，下调隔夜存款利率10个基点至负0.1%，欧元区步入负利率时代，亦是货币史上主要央行首次践行负利率政策，但是，负利率政策并没有实质性改变欧洲私人部门的投资和消费行为，经济依然徘徊在通缩的边缘。欧元区长期再融资计划和负利率政策效果的不及预期，与安倍经济学下的信贷投放不利相似，直接的原因就是私人部门的信贷需求疲软。

政治问题是欧洲央行最终走向量化宽松政策框架的催化剂。2014年5月欧洲议会大选中，对财政整固严重不满的民族主义政党取得了历史性的进步，751个欧洲议

会议席近 20% 被其把持，其在上一届欧洲议会席位中仅为 50 席。更为重要的是，欧元区可能面临新的分裂风险。这种分裂最早的可能是来自希腊的大选，在三轮大选都无法选举出总理的情况下，主张抵制救援、反对紧缩和支持脱离欧元区的极左翼联盟的优势则有所扩大，并在 1 月 25 日的大选中取得了历史性的胜利。拯救欧元成为包括欧洲中央银行在内的重大使命。政治问题对欧洲联合的冲击亦是德国放弃反对量化宽松立场的基础。2013 年 1 月德国宪法法院认为，欧洲中央银行宣布成员国政府在面对无法融资风险之时欧洲央行将购买他们的债券，这已经明显超越了欧洲央行的法定职权范围，欧洲央行的政策违反了欧盟条约。2015 年 1 月 15 日欧洲法院裁定欧洲央行量化宽松政策的行为符合欧盟法律后，德国宪法法院放弃争辩且不反对德国央行参与该计划。

## 二、欧洲版量化宽松政策的运行机制

虽然直接货币交易计划在 2012 年就已经提出，但是，直到 2014 年 10 月欧洲央行出台资产支持证券和资产担保证券购买计划，欧洲央行的资产购买计划一直缺乏明确框架并没有实质施行。2015 年 1 月 22 日欧洲央行宣布了其扩大的资产购买计划，该计划主要目的在于应对长期低物价可能引发的经济萎缩冲击。该计划的主要内容包括四个：一是欧洲央行扩大资产购买计划，可以购买欧元区成员国中央政府、机构和欧盟机构所发行的债券；二是每月购买资产的规模上限为 600 亿欧元，该规模包括 2014 年 10 月所施行的资产支持证券购买计划（ABSPP）和资产担保债券购买计划（CBPP3）；欧洲央行此次宣布的购债计划是一个“扩大的”计划，则是针对此前资产支持证券和资产担保证券购买计划而言的；三是购债计划预期至少执行至 2016 年 9 月；四是购买资产计划与物价稳定法定目标相协调。

欧元区量化宽松政策运行机制主要体现在以下几个方面：

第一，从政策制定和执行的逻辑上，此举主要是基于货币投放、信用扩张与物价回升的内在关联上。欧洲央行将以更强有力的货币政策防范低物价及其引发的负面通缩风险，特别是低物价对工资以及价格决定机制的冲击。可以看出，欧洲央行是基于货币政策这个总量机制通过私人部门的投资和消费提振来促进物价回升及经济增长。

第二，从政策执行的落脚点上，主要是企业部门的投资和家庭部门的消费。在欧洲基准利率降低至零甚至负利率的条件下，资产购买计划将有助于刺激经济，使得企业部门和家庭可以更低成本进行融资，有望刺激投资和消费，并最终使得通胀率回升至 2%。

第三，从政策实行的媒介上，主要是依靠二级市场及其传递效应。欧洲央行将直接在二级市场购买相关的债券，目标在于相关机构可以获得融资购买其他资产并扩大实体经济的信用基础，以促进资产价格回升和实体经济融资扩大从而改善金融环境。这一定层面上，欧央行的购债行为弥补了此前两轮长期再融资计划中信贷投放不力的负面影响。

第四，从政策执行的层次上，分为欧洲央行和各国央行两个层次分散进行。欧洲央行将采取分散式的操作方式来施行资产购买计划，以提高成员国货币当局的主导性，更有针对性地提升私人部门的信心。基于欧洲央行资本金比例的分散购买机制，实际上是将资产购买计划的权力“归还”给了各成员国央行，使之成为一定意义上的最后贷款人，特别是对于重债国这个“归还”意义重大。但是，欧洲央行仍将负责整个购债计划的目标、机制、规模、结构以及所有技术细节。

第五，从政策风险的管控上，欧洲央行设置了风险共担机制。购买欧盟机构债券（占购债计划总规模的 12%）的潜在损失将共同承担，同时，欧洲央行将承担欧盟机构债券之外其他债券（占 8%）的风险，即资产购买计划中 20% 资产风险将是共担的。但是，成员国中央银行所购买的资产损失则不适用风险共担机制。

### 三、欧洲量化宽松政策的影响

作为全球最大经济体之一，欧元区量化宽松政策将对本欧元区、欧盟及全球经济产生实质性影响，特别在全球经济格局、资金流动、汇率变化、贸易投资以及大宗商品市场等带来重大的不确定性。

从静态的角度看，欧洲量化宽松对于欧洲经济和全球经济是整体有利的。量化宽松政策可能使得市场预期转向积极，可以提振企业投资和就业增长，理论上资金将有更多资本进入实体经济，并逐步摆脱通缩状态，从而提升欧洲和全球的总需求水平。对于欧元区而言，量化宽松政策和此前负利率政策同时作为一种替代可以弥补财政紧缩造成的总需求不足问题，促进经济复苏。还有，“欧洲版”量化宽松政策，可能使得欧元趋于贬值，对于欧洲出口可能带来较好的汇率支撑（当然对于向欧洲出口的经济体可能是一定的负面影响）。最后，欧洲目前实际上已经陷入一定程度的通缩，这对于债务货币化的“大战略”而言无疑是一个巨大的实质性挑战，量化宽松政策在通过提升通胀水平的情况下，夯实了债务货币化的通胀基础。但是，如果从动态的角度看，由于美联储将逐步退出量化宽松政策而更加独立，欧洲量化宽松及其欧元潜在的贬值可能使得资本进一步回流至美国，弱化了欧洲经济复苏的资本、技术和产业基础。

在全球影响上，欧洲量化宽松将对全球经济格局造成重大的影响，使得全球经济货币体系和金融市场增加新的不确定性。在日本、美国、英国之后，欧元区又开始实行量化宽松，使得宽松货币政策成为主要经济体的政策选择，从而可能出现全球范围更广泛的“以邻为壑”的政策“踩踏”。同时，欧洲量化宽松使得全球资本流动的格局更加复杂和多变。此前，主要的趋势是资本从新兴经济体回流至美国，欧元如果大幅贬值之后，可能使得资本从欧洲流出，但是去向何方可能变得更加不确定。欧元贬值的预期、资本流动的嬗变，可能导致全球外汇市场和资本市场的持续波动，但是，可以较为确定的是美元可能获得持续走强的基础，美元中期走强仍将延续趋势。这对于新兴经济体而言，无疑是一个显著的冲击。

如果说出口、资本和汇率的变化是遵循基本逻辑的，那么，欧洲量化宽松对于大宗商品市场的冲击则是存在重大分歧的。一些分析认为，欧洲量化宽松将给大宗商品市场注入流动性基础，大宗商品市场将迎来新的牛市。但是，笔者认为，大宗商品的弱势将是趋势性的，欧洲量化宽松无法改变这个趋势：

其一，量化宽松政策可能使得全球流动性更为宽松，但是，无法期待出现类似美联储量化宽松政策的流动性效果。一方面，欧洲量化宽松的规模目前是 1.1 万亿欧元，而美联储的量化宽松则使得其资产负债表从 8000 多亿美元扩张至 4.5 万亿美元。另一方面，美国政策成功是有特定的货币、经济以及结构基础。一是美元是国际货币体系的核心货币，量化宽松实际上是美国通过美元霸权和债务货币化来缓释债务压力；二是美国经济的创新水平和国际竞争力高，制造业复兴、“第三次工业革命”以及页岩气革命使得美国经济的创新动能大增，全要素生产率较大提升；三是美国内部的经济结构较为均衡，不存在明显的内部结构扭曲问题；最后是财政政策稳健支持。财政由上而下地加大了对基础设施、生产、研发、培训等领域的投资，带动了美国的经济增长。为此，没有足够的理由认为全球经济能在欧洲的量化宽松中获得实质性的提升，欧洲量化宽松的政策效果亦不可能像美联储那么显著。

其二，中期看，美元将是稳中走强，大宗商品市场亦缺乏走强的定价基础。一方面，美国经济增长和美元走强具有由下而上的内生增长动能。一是家庭部门和公司部门去杠杆整体十分有效，为美国消费部门的长期增长提供了动能。二是实体经济回归成效显著，出口倍增安排、制造业振兴计划、新能源战略及税收调整，增强了实体经济发展的基础。三是房地产部门复苏，2011 年中期价格见底后，美国房地产部门价格已经上升 20%，拉动了经济发展。另一方面，美国经济增长和货币走强具有由上而下

的政策保障。一是“私人部门风险集中化、集中风险债务化、债务风险货币化”宏观政策框架夯实了增长的政策基础。二是美联储货币政策及时转向，杜绝了通货膨胀、资产泡沫等潜在风险，政策基调已经开始转向，预计 2015 年中期可能加息，夯实了美元走强的政策基础。

最后，大宗商品市场亦没有大幅上扬的基本面基础。从需求角度看，全球经济复苏整体是不力的，限制了大宗商品的总需求。虽然美国经济持续向好，但是，其资源和能源的自给率大大提高，使得其对外部大宗商品需求明显降低。新兴经济体增长回流进一步限制了大宗商品的需求。从供给角度看，以欧佩克为核心的市场价格调节机制正在弱化，在总需求大幅萎缩的条件下，各个成员国的关注从价格逐步转向份额，从而不断扩大供给。同时，俄罗斯及乌克兰等引发的地缘政治使得原油等大宗价格的价格决定更加混乱无序。还有，沙特国王去世将使得沙特作为欧佩克核心国作用面临新的不确定性。在供给趋势性扩大的环境下，需求又是不力的，欧洲量化宽松对大宗商品市场的影响更多是脉冲性和结构性的。

#### **四、欧洲量化宽松政策面临的问题**

欧洲中央银行出台宽松政策，最大的目的是为了摆脱约束欧洲经济复苏的通货紧缩。作为最传统的两项宏观政策之一，货币政策的进一步宽松整体上是有益于欧洲经济从危机模式逐步切换至复苏模式，有益于欧洲经济的复苏特别是就业的增长，同时也有利于为欧洲出口、复苏等创造较为有利的货币环境。但是，货币政策宽松无法解决欧洲的经济、社会和政治问题，货币政策只是欧洲应对经济困境的政策之一，量化宽松政策仍然面临诸多的问题：

首先，从购买资产计划本身而言，就存在一些重大弊端。一是基于欧洲央行资本金比例的分散式购买计划，使得德国等欧元区核心国家承担了最为实质的资产购买任务，从而承担了欧元区经济复苏的最大责任，而希腊等由于股本小而承担的购债成本小，从而逃避了主权债务危机冲击及调整的主要责任。二是不完善的风险分摊机制，使得德国等承担了重债国债务违约的主要潜在风险，从而使得德国等核心国家的购债意愿降低。本轮量化宽松政策能得以实行，德国已经作出了巨大的让步，一旦政策效果不明显而德国央行又付出巨大成本，那么量化宽松政策的可持续将面临德国更大的压力。三是协调问题。欧洲央行在协调各个成员国央行及其资产购买行为中将面临重大的利益冲突，从而可能弱化政策执行的基础。四是资产购买计划中的债券品种、规模和结构将是重大的争议对象，比如大部分央行是不愿意购买那些没有得到风险分摊

机制保护的重债国债券。

其次，量化宽松政策效果可能较为有限。就经济增长和就业促进而言，欧洲量化宽松政策是效仿美联储的量化宽松政策和日本的“安倍经济学”。日本长期的量化宽松政策的效果长期看并不明显，甚至引发了更多的风险积累，2013年日本信贷投放任务只完成了64%，而不良率则在上升。欧洲可能没有美国那么幸运，量化宽松政策的政策目标不一定能够完美实现。一是欧元目前不是国际货币体系的核心货币，欧洲的债务压力无法转嫁给外部；二是欧洲经济的创新水平整体较差，特别是南部欧洲基本呈现去工业化或产业空心化的趋势；三是欧洲内部的结构扭曲较为严重，内部失衡将明显地制约政策的效果；四是量化宽松政策压低长端利率的空间很小，2015年1月21日法国、意大利和西班牙等大型经济体10年期国债收益率分别是0.6%、1.69%和1.465%，而德国5年期国债拍卖利率竟然是0。最后是货币政策整体是一个总量政策，一定意义上，欧洲的经济复苏和失业问题更多是结构问题，而以货币政策来解决结构问题，效果整体将是有限的。

财政整固仍然是欧洲经济复苏的一个实质性约束。欧元区不具备真正意义上的联邦预算体系，在这一点上它与美国和其他联邦政府有所不同。这种预算制度有效限制了非对称冲击可能造成的影响，并由此降低了丧失汇率政策和货币政策独立性所带来的经济成本，因此量化宽松政策缺乏足够的财政体制支撑。欧洲智库Bruegel创始主任、法国国家战略与经济预测总署署长让·皮萨尼-费里指出，事实上货币政策远远算不上是财政预算制度的完美替代品。未来欧洲公共部门财政压力仍然是实质性的，但是，各个经济体的财政整固之路却是大相径庭的，无疑将会进一步弱化欧盟作为一个整体或者“准联邦”的财政预算统一性，最后不仅约束了各个成员国的经济增长，还可能引发欧洲层面新的财政预算风险。

最后欧洲经济复苏还面临政策协调的现实问题。欧洲央行具有更高的独立性，而这种独立性在于《马斯特里赫特条约》赋予了其崇高的法律地位以及以德国央行为班底的管理运作传统。但是，欧洲更多的问题需要财政、社会、政治等领域上的一体化及一致行动。虽然，法国、西班牙、意大利等大型重债国的10年期国债收益率下降至历史低位，但是，他们的信用机制仍然是主权国家信用为基础，欧元区作为一个整体的信用担保机制在债务危机之后曾被广泛讨论，但是至今仍无进展。这种以主权国家信用为基础的信用担保机制在欧元区内部结构失衡的条件下有可能再度面临制度性错配，进而引发债务风险。而且，回归至主权国家信用体系，使得欧元区的整体预算

制度及约束可能形同虚设，最后还是陷入欧元区货币政策统一与财政政策独立的二元结构矛盾之中。诸如共同信用担保机制或共同风险承担机制改革进展停滞，无疑与政策协调不力相关，而政策协调不力的根源则是成员国作为主权国家的一种利益博弈。欧元区及欧盟在未来的一体化过程中，仍然无法逃避这个问题，特别是在极右势力在欧洲议会占据重要位置之后，欧洲联合与主权独立的分野或将更加严重。上层建筑的困顿无疑会转嫁给经济基础，欧洲未来经济复苏实际上缺乏坚实的政策协调基础。

负利率政策的坚持以及扩大的资产购买计划，实际上可能是欧洲央行在负面的政治环境和经济环境中的能动反映，确实也有助于缓释经济通缩、社会政治问题、以及政策公信力等问题。但是，欧元区和欧盟在经济增长、就业、结构调整、财政整固、欧洲一体化等领域的目标需要更多的政策与改革，欧洲复兴与联合之路任重而道远。

（郑联盛，中国社会科学院金融研究所副研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。